

化工

2019年08月13日

# 兴发集团 (600141)

## ——有机硅价格下跌导致业绩略低于预期

报告原因：有业绩公布需要点评

**增持** (维持)

投资要点：

市场数据：2019年08月13日

收盘价(元)	10.13
一年内最高/最低(元)	14.18/9.65
市净率	1.0
息率(分红/股价)	1.97
流通A股市值(百万元)	7229
上证指数/深证成指	2797.26/8902.63

注：“息率”以最近一年已公布分红计算

基础数据：2019年06月30日

每股净资产(元)	10.33
资产负债率%	69.87
总股本/流通A股(百万)	727/714
流通B股/H股(百万)	-/-

一年内股价与大盘对比走势：



相关研究

《兴发集团(600141)点评：有机硅价格同比大幅下行，固定资产报废及减值的风险逐步释放完毕》 2019/04/30

《兴发集团(600141)点评：四季度有机硅大跌导致业绩低于预期，收购有机硅业务剩余股权完善产业链》 2019/03/26

证券分析师

马昕晔 A0230511090002  
maxy@swsresearch.com  
宋涛 A0230516070001  
songtao@swsresearch.com

联系人

马昕晔  
(8621)23297818×7433  
maxy@swsresearch.com



申万宏源研究微信服务号

- **公司公布 2019 年中报，业绩略低于预期。**公司 1H2019 实现营业收入 95.07 亿元 (yoy+1.21%)，归母净利润为 1.24 亿元 (yoy-32.58%)，扣非后归母净利润为 0.94 亿元，同比下滑 61.43%，业绩略低于预期。其中 2Q19 单季度实现营业收入 51.54 亿元 (yoy-2.81%，QoQ+18.37%)，归母净利润为 0.77 亿元 (yoy-31.86%，QoQ+63.83%)。1H19 年归母净利润大幅下滑主要是由于有机硅价格同比大跌 37.55%，毛利率大幅缩减，同时公司计提了有机硅的存货跌价准备，资产减值损失同比上升 703%至 2457 万元。
- **1H19 公司磷矿石持续减产，但磷矿石价格同比仍有所上升，下游磷肥国内外需求疲软。**受地方政府磷矿石限产政策影响，叠加安全环保高压严管，磷矿石开工率有所下降，1H19 公司磷矿石销量同比下滑 22%为 104 万吨，但不含税平均售价同比上涨 17.6%于 277.6 元/吨，公司上半年新获得后坪磷矿采矿许可证后磷矿设计产能增长至 760 万吨。1H19 国内复合肥需求疲软导致一铵整体需求下滑，公司磷酸一铵的价格和销量分别下滑 2.3%、11.1%，磷肥业务整体毛利率同比下滑 2.28 个百分点于 5.92%。公司磷化工业务包括磷矿石、黄磷及精细磷化工盐 1H19 整体毛利率同比下滑 3.81 个百分点至 21.18%。
- **1H19 有机硅价格同比大幅下跌导致盈利能力大幅下降，收购兴瑞硅业 50%少数股东权益，同时将配套融资向下游拓展特种硅橡胶和硅油项目，进一步降低成本以及完善产业链，带来新的利润增量。**1H19 由于海外出口下滑叠加国内下游房地产需求疲软，公司有机硅不含税价格同比下滑 37.55%至 15925 万元/吨导致其子公司兴瑞硅材料净利润同比大幅下滑 64.5%至 1.51 亿元。目前兴瑞正在实施有机硅单体技术升级改造项目和 10 万吨特种硅橡胶及硅油项目，预计 19 年 10 月单体产能增加至 32 万吨 (目前 20 万吨)，2020 年 6 月增加至 36 万吨，同时下游产品布局更加合理完善，有利于进一步增强公司在有机硅领域的市场影响力和成本控制能力。
- **原料下跌带来毛利率扩大，环保改造完毕带动草甘膦开工率提升，产销恢复。**2018 年公司完成了泰盛 25%少数股东权益的收购以及内蒙古腾龙 5 万吨草甘膦装置的整合，目前公司具有草甘膦产能 18 万吨 (产能规模位居国内第一，世界第二)。1H19 公司草甘膦价格同比微幅下跌 0.97%，但原料多聚甲醛、醋酸、乌洛托品价格同比分别下跌 20.01%、36.15%、12.28%，导致草甘膦的毛利率有所扩大。同时去年一季度由于环保改造，公司草甘膦开工率仅五成左右，目前完成后开工大幅提升，1H19 年草甘膦产销量分别增长 50.1%、25.8%，草甘膦及甘氨酸业务毛利率同比上升 8.55 个百分点至 17.65%。
- **盈利预测与投资评级：**“矿电磷—磷硅—肥化”产业结构逐步完善，打造国内磷化工、草甘膦及有机硅行业龙头。考虑到公司固定资产报废处理以及商誉减值的风险的逐步释放，子公司少数股东权益整理完毕以及未来 10 万吨特种硅橡胶和硅油项目的逐步达产，整体业绩有望底部向上。维持盈利预测，预计公司 2019-2021 年归母净利润分别为 3.62、5.32、6.10 亿元，对应 EPS 分别为 0.40、0.58、0.67 元 (收购摊薄后，用未考虑配套定增的股本 9.14 亿股来算)，对应的 PE 为 25X、17X、15X。维持增持评级。

财务数据及盈利预测

	2018	2019H1	2019E	2020E	2021E
营业总收入 (百万元)	17,855	9,507	18,500	21,417	23,700
同比增长率 (%)	13.3	1.2	3.6	15.8	10.7
归母净利润 (百万元)	402	124	362	532	610
同比增长率 (%)	26.5	-32.6	-10.0	47.0	14.7
每股收益 (元/股)	0.55	0.17	0.40	0.58	0.67
毛利率 (%)	17.9	11.8	16.2	16.0	16.0
ROE (%)	5.3	1.7	5.0	5.7	5.8
市盈率	18		25	17	15

注：“市盈率”是指目前股价除以各年每股收益；“净资产收益率”是指摊薄后归属于母公司所有者的 ROE

## 财务摘要

百万元, 百万股	2016A	2017A	2018A	2019E	2020E	2021E
营业总收入	14,541	15,761	17,855	18,500	21,417	23,700
营业总收入同比增长率 (yoy)	17.34%	8.39%	13.29%	3.60%	15.80%	10.70%
其中: 营业收入	14,541	15,761	17,855	18,500	21,417	23,700
减: 营业成本	12,648	13,119	14,657	15,500	18,000	19,900
毛利率 (%)	13.02%	16.76%	17.91%	16.20%	16.00%	16.00%
减: 税金及附加	185	159	190	215	230	280
主营业务利润	1,708	2,483	3,008	2,785	3,187	3,520
主营业务利润率 (%)	11.74%	15.75%	16.85%	15.10%	14.90%	14.90%
减: 销售费用	472	588	640	727	825	910
减: 管理费用	378	234	260	296	350	410
减: 研发费用	0	234	282	300	340	380
减: 财务费用	639	620	626	680	750	890
经营性利润	219	808	1,201	782	922	930
经营性利润同比增长率 (yoy)	-18.66%	269.38%	48.67%	-34.90%	17.90%	0.90%
经营性利润率 (%)	1.50%	5.13%	6.73%	4.20%	4.30%	3.90%
减: 资产减值损失	97	54	94	90	70	70
减: 信用减值损失	0	0	0	0	0	0
加: 投资收益及其他	107	66	28	50	40	40
营业利润	230	839	1,159	742	892	900
加: 营业外净收入	41	-74	-218	-150	-100	0
利润总额	271	766	942	592	792	900
减: 所得税	100	167	147	100	130	160
净利润	171	599	795	492	662	740
少数股东损益	69	281	393	130	130	130
归属于母公司所有者的净利润	102	318	402	362	532	610
归母净利润同比增长率 (yoy)	32.02%	211.80%	26.46%	-10.00%	47.00%	14.70%
全面摊薄总股本	512	501	727	914	914	914
每股收益 (元)	0.17	0.42	0.49	0.40	0.58	0.67
归属母公司所有者净利润率 (%)	0.70%	2.02%	2.25%	2.00%	2.50%	2.60%
ROE	1.73%	5.26%	5.34%	5.00%	5.70%	5.80%

资料来源: 公司公告, 申万宏源研究

【毛利率】= (营业收入-营业成本)/营业收入\*100%

【主营业务利润率】= (营业收入-营业成本-税金及附加)/营业收入\*100%

【费用及减值】包括销售费用、管理费用、研发费用、财务费用、资产减值损失和信用减值损失

【投资收益及其他】包括投资收益、其他收益、净敞口套期收益、公允价值变动收益、资产处置收益等

【营业外净收入】营业外收入减营业外支出

【经营性利润率】= 主营业务利润-(销售费用+管理费用+研发费用+财务费用)/营业收入\*100%

【ROE】(摊薄后)=净利润÷所有者权益合计(当年期末值)

## 信息披露

### 证券分析师承诺

本报告署名分析师具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格并注册为证券分析师，以勤勉的职业态度、专业审慎的研究方法，使用合法合规的信息，独立、客观地出具本报告，并对本报告的内容和观点负责。本人不曾因，不因，也将不会因本报告中的具体推荐意见或观点而直接或间接收到任何形式的补偿。

### 与公司有关的信息披露

本公司隶属于申万宏源证券有限公司。本公司经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司关联机构在法律许可情况下可能持有或交易本报告提到的投资标的，还可能为或争取为这些标的提供投资银行服务。本公司在知晓范围内依法合规地履行披露义务。客户可通过 [compliance@swsresearch.com](mailto:compliance@swsresearch.com) 索取有关披露资料或登录 [www.swsresearch.com](http://www.swsresearch.com) 信息披露栏目查询从业人员资质情况、静默期安排及其他有关的信息披露。

### 机构销售团队联系人

华东	陈陶	021-23297221	13816876958	chentao1@swyhsc.com
华北	李丹	010-66500631	13681212498	lidan4@swyhsc.com
华南	谢文霓	021-23297211	18930809211	xiewenni@swyhsc.com
海外	胡馨文	021-23297753	18321619247	huxinwen@swyhsc.com

### 股票投资评级说明

证券的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，证券相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

买入 (Buy)	：相对强于市场表现 20%以上；
增持 (Outperform)	：相对强于市场表现 5% ~ 20%；
中性 (Neutral)	：相对市场表现在 - 5% ~ + 5% 之间波动；
减持 (Underperform)	：相对弱于市场表现 5% 以下。

行业的投资评级：

以报告日后的 6 个月内，行业相对于市场基准指数的涨跌幅为标准，定义如下：

看好 (Overweight)	：行业超越整体市场表现；
中性 (Neutral)	：行业与整体市场表现基本持平；
看淡 (Underweight)	：行业弱于整体市场表现。

我们在此提醒您，不同证券研究机构采用不同的评级术语及评级标准。我们采用的是相对评级体系，表示投资的相对比重建议；投资者买入或者卖出证券的决定取决于个人的实际情况，比如当前的持仓结构以及其他需要考虑的因素。投资者应阅读整篇报告，以获取比较完整的观点与信息，不应仅仅依靠投资评级来推断结论。申银万国使用自己的行业分类体系，如果您对我们的行业分类有兴趣，可以向我们的销售员索取。

本报告采用的基准指数：沪深300指数

## 法律声明

本报告仅供上海申银万国证券研究所有限公司(以下简称“本公司”)的客户使用。本公司不会因接收人收到本报告而视其为客户。客户应当认识到有关本报告的短信提示、电话推荐等只是研究观点的简要沟通，需以本公司 <http://www.swsresearch.com> 网站刊载的完整报告为准，本公司并接受客户的后续问询。本报告首页列示的联系人，除非另有说明，仅作为本公司就本报告与客户的联络人，承担联络工作，不从事任何证券投资咨询服务业务。

本报告是基于已公开信息撰写，但本公司不保证该等信息的准确性或完整性。本报告所载的资料、工具、意见及推测只提供给客户作参考之用，并非作为或被视为出售或购买证券或其他投资标的的邀请或向人作出邀请。本报告所载的资料、意见及推测仅反映本公司于发布本报告当日的判断，本报告所指的证券或投资标的的价格、价值及投资收入可能会波动。在不同时期，本公司可发出与本报告所载资料、意见及推测不一致的报告。

客户应当考虑到本公司可能存在可能影响本报告客观性的利益冲突，不应视本报告为作出投资决策的惟一因素。客户应自主作出投资决策并自行承担投资风险。本公司特别提示，本公司不会与任何客户以任何形式分享证券投资收益或分担证券投资损失，任何形式的分享证券投资收益或者分担证券投资损失的书面或口头承诺均为无效。本报告中所指的投资及服务可能不适合个别客户，不构成客户私人咨询建议。本公司未确保本报告充分考虑到个别客户特殊的投资目标、财务状况或需要。本公司建议客户应考虑本报告的任何意见或建议是否符合其特定状况，以及(若有必要)咨询独立投资顾问。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见并不构成对任何人的投资建议。在任何情况下，本公司不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。市场有风险，投资需谨慎。若本报告的接收人非本公司的客户，应在基于本报告作出任何投资决定或就本报告要求任何解释前咨询独立投资顾问。

本报告的版权归本公司所有，属于非公开资料。本公司对本报告保留一切权利。除非另有书面显示，否则本报告中的所有材料的版权均属本公司。未经本公司事先书面授权，本报告的任何部分均不得以任何方式制作任何形式的拷贝、复印件或复制品，或再次分发给任何其他人，或以任何侵犯本公司版权的其他方式使用。所有本报告中使用的商标、服务标记及标记均为本公司的商标、服务标记及标记。